

الفصل السادس

تعرف المخاطر

قتاعتي هي: لأن السوق أكثر استقراراً الآن؛ سنجعلها أقل استقراراً، من خلال مزيد من الاستثمار بأموال مقترضة، والمزيد من تحمل المخاطر.

مايرون سكولز¹

الحكمة المستفادة هي أن المخاطرة تزداد في أوقات الركود، وتخفض كثيراً في أوقات الازدهار. وعلى النقيض، فقد يكون من المفيد أكثر أن نفكر في المخاطرة، بصفتها تزداد في أثناء صعود السوق؛ أي عندما تزداد حالات عدم التوازن المالي، ثم تتجسد في حالات الركود.

أندرو كروكيت²

مهما تكن الأساسيات جيدة، فإن المعبرين عن جشعهم وميلهم المستمر إلى ارتكاب الأخطاء، يستطيعون أن يفسدوا كل شيء.

يتطلب الاستثمار الجيد، توليداً للعائدات وضبطاً للمخاطر. وتعد القدرة على تمييز المخاطرة، شرطاً مسبقاً مطلقاً للسيطرة عليها.

أمل أن أكون قد أوضحت فهمي للمخاطرة بصورة جيدة. تعني المخاطرة: عدم اليقين بشأن النتيجة التي ستحدث وبشأن احتمال الخسارة عندما تحدث نتائج غير مواتية. الخطوة التالية المهمة، هي وصف العملية التي يمكن من خلالها تمييز المخاطرة، ومعرفة حجمها.

يبدأ تمييز المخاطرة غالباً، من خلال فهم متى يكون المستثمر قليل الالتفات إليها، ومتى يكون مفرط التفاؤل، فيدفع نتيجة ذلك أكثر مما يجب لقاء أصل من الأصول. بكلمات أخرى أقول: إن المخاطرة المرتفعة تترافق مع الأسعار المرتفعة في المقام الأول. وسواء أكان الأمر متعلقاً بسهم بعينه، أم بغير ذلك من الأصول المسعرة بأكثر مما تستحق، أو بسوق كاملة منجرفة بفعل مشاعر الحماس التي تجعلها تزداد ارتفاعاً وتشارك في هذه العملية، عندما تكون هذه الأسعار مرتفعة أصلاً بدلاً من أن تهدأ قليلاً. هذا هو المصدر الأول للمخاطرة.

1. الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1997م.

2. خبير الاقتصاد البريطاني، عضو صندوق النقد الدولي.



بينما يظن أصحاب النظريات، أنّ العائدات والمخاطر أمران منفصلان مستقلاً، على الرغم من الترابط بينهما؛ فإنّ المستثمرين بالقيمة ينظرون إلى المخاطر المرتفعة والعائدات المتوقعة المنخفضة، بصفتهما وجهين لعملة واحدة نابعين من الأسعار المرتفعة قبل أي شيء آخر. ومن هنا، فإنّ وعي العلاقة بين السعر والقيمة - سواء أكان الأمر متعلّقاً بسهم بعينه أم بسوق كاملة - عنصر مكوّن أساس من التعامل الناجح مع المخاطر.

تزداد المخاطر عندما ترتفع الأسواق بصورة تجعل الأسعار المرتفعة تستتبع خسائر، بدلاً من المكافآت المحتملة التي يفترض أن تستتبعها. يبدأ التعامل مع هذه المخاطرة بأن يتعرّف المرء إليها ويميّزها؛ أي أن يدرك وجودها، قبل أي شيء آخر.

على امتداد خط سوق رأس المال الصاعدة، تمثّل زيادة العائدات المحتملة تعويضاً عن زيادة تحمّل المخاطر. وباستثناء أولئك الناس الذين يستطيعون توليد أسهم متميزة، أو يستطيعون الوصول إلى مديري الاستثمار القادرين على ذلك، لا يمكن للمستثمرين أن يخطّطوا للحصول على عائدات إضافية من دون قبول تحمل مخاطر أكبر. ولفعل هذا، فإنّ عليهم أن يطالبوا بتعويض عن هذه المخاطرة. لكن، عند نقطة من نقاط حركة البندول المتأرجحة في السوق، ينسى الناس عادة تلك الحقيقة، وينخرطون في قبول المخاطر إلى حدّ الإفراط. وخلاصة القول: إنّ الناس في الأسواق الصاعدة - يحدث هذا عادة، عندما تسير الأمور بصورة طيّبة مدّة من الزمن - يميلون إلى القول: «المخاطرة صديقتي، وكلّما تحمّلت مخاطرة أكبر، ازدادت عائداتي. أريد مزيداً من المخاطر من فضلكم».

والحقيقة هي أنّ قبول المخاطر وتحملها، هو النقيض المباشر للاستثمار الناجح. عندما لا يخشى الناس المخاطرة، ويقبلون تحمّل المخاطر من دون تلقّي تعويض عن ذلك... فستختفي تعويضات المخاطر، وهذه علاقة بسيطة لا مهرب منها. عندما يتقبّل المستثمرون المخاطر ولا يخشونها، فإنّهم يشتركون أسهمًا بمعدلات سعر/أرباح عالية، ويشتركون شركات خاصة بمضاعفات مرتفعة لتدفّقاتها النقدية (الأرباح قبل اقتطاع الضرائب والفوائد والاستهلاك)، ويكوّمون السندات لديهم على الرغم من ضيق هامش أرباحها، ويندفعون إلى شراء العقارات على الرغم من ضآلة دخلها التشغيلي (نسبة الدخل التشغيلي إلى السعر).

توجد أمور قليلة، يبلغ خطرهما ما يبلغه خطر الاعتقاد واسع الانتشار بأنّه لا وجود للمخاطرة. وهذا لأنّ السوق لا تعطي تعويضات ملائمة مقابل المخاطرة، إلّا عندما يكون المستثمرون محجّمين إلى حدّ معقول عن قبول المخاطر. وأمل أنّه في المستقبل:

(أ) سيتذكّر المستثمرون أن يخشوا المخاطر، وأن يطالبوا بتعويضات أو علاوات مقابل تحمّلها.

(ب) سنكون في حالة متابعة دائمة، للحظات التي يمتنعون فيها عن فعل ذلك.

«كثير من الخطأ والجنون» 8 يوليو، 2009م

“So Much That’s False and Nutty,” July 8, 2009

وهكذا، يوجد عنصر رئيس في إيجاد المخاطرة، يتمثل في الاعتقاد بأن المخاطر منخفضة، أو ربما بأنها قد زالت تماماً. يؤدي هذا الاعتقاد إلى رفع الأسعار، وإلى الإقدام على أفعال ذات مخاطرة عالية، على الرغم من انخفاض العائدات المتوقعة. بين عامي (2005 – 2007) م، أدى الاعتقاد بأن المخاطرة قد زالت، إلى رفع الأسعار إلى مستويات بلغت حد الفقاعة، وجعلت المستثمرين يشاركون في ما اتضح لاحقاً أنه أنشطة خطيرة. هذه واحدة من أكثر العمليات خطراً، وميلها إلى التكرار غير قليل أبداً.

من الحكايات الخرافية الكثيرة التي تم تداولها في السنوات القليلة الماضية، حكاية كانت من أكثر تلك الحكايات إغراءً - ومن أكثرها خطورة أيضاً - ألا وهي «التخفيض العالمي للمخاطر». كانت الحكاية على النحو الآتي:

- تُخفّض مخاطر الدورات الاقتصادية، من خلال الإدارة الماهرة التي تمارسها المصارف المركزية.
- بسبب العولمة، أصبحت المخاطرة موزعة في العالم كله، بدلاً من تركّزها في منطقة جغرافية بعينها.
- يسهم التحويل المتزايد للأصول إلى أسهم، في توزيع المخاطر على مشاركين كثيرين في السوق، بدلاً من تركها مركزة لدى قلة من هؤلاء المشاركين.
- «تُخصّص المخاطر» للمستثمرين الأكثر قدرة على تحملها.
- أصبح الاستثمار بأموال مقترضة أقل خطراً؛ لأنّ نسب الفائدة وشروط الاقتراض، أصبحت مواتية للمقترض أكثر بكثير من ذي قبل.
- أصبح الشراء بأموال مقترضة أكثر أماناً؛ لأنّ الشركات المشترية بهذه الطريقة تكون قوية من النواحي الأساسية.
- يمكن تخفيف المخاطر، من خلال الاحتفاظ بالأسهم ريثما يرتفع سعرها (بيع الأسهم على المكشوف)، ومن خلال الاستثمار بالعائدات المطلقة، أو استخدام المشتقات المالية المصممة لهذه الغاية.
- جعل التطور الذي شهدته الحواسيب، والرياضيات، والنمذجة الرياضية، السوق مفهومة أكثر من ذي قبل، وجعل مخاطرها أقل أيضاً.

يوجد تعبير قوي عن ذلك كلّه مستمد من كتاب «التفاعل والاستثمار، Pension and Investments» (20 أغسطس 2007م): «جيل فريديستون خبيرة في الانهيارات الجبلية، تحظى باعتراف واسع على المستوى الوطني... وهي تحدثنا عن نوع من المخاطر الأخلاقية، حيث يمكن أن تؤدي معدات السلامة الأفضل إلى إغراء متسلقي الجبال بالإقدام على مزيد من المخاطر، ما يجعلهم أقل أماناً في واقع الأمر». وعلى غرار فرض جني المال، تكون درجة المخاطرة الماثلة في السوق، مشتقة من سلوك المشاركين في هذه السوق، وليس من الأسهم أو الإستراتيجيات أو المؤسسات. وبغض النظر عما جرى تصميمه وإدخاله في هيكليات السوق: فإنّ المخاطرة لا تكون منخفضة، إلا إذا تصرّف المستثمرون بصورة حذرة.

الفكرة الأساسية هي: إنّ حكاية من هذا النوع عن ضبط المخاطر، نادراً ما تثبت صحتها في نهاية الأمر. لا يمكن إلغاء المخاطر؛ إنّها تتوزّع وتتحوّل فحسب، والتطوّرات التي تجعل العالم يبدو أقلّ مخاطرة، تكون تطوّرات خادعة تقدّم صورة وردية تؤدي إلى جعل العالم مكاناً أكثر خطراً. هذا من أهمّ الدروس المستفادة من تجربة عام 2007م.

«الآن صار الأمر كلّ سيئاً» 10 سبتمبر، 2007م

“Now It’s All Bad,” September 10, 2007

لعلّ أسطورة زوال المخاطر، تعدّ واحدة من أكثر مصادر المخاطرة أهمّية، ولعلّها تسهم بصورة رئيسية في نشوء أيّة فقاعة. ففي الأوضاع الحديثة من تأرجح البندول، يؤدي الاقتناع بأنّ المخاطرة منخفضة، وبأنّ الاستثمار المعني سينتج أرباحاً مضمونة، إلى تسميم عقل الفريق، ونسيان أفراد كل حيلة وقلق وخوف من الخسارة، فينصبّ قلقهم كلّ على «مخاطرة» تقويت هذه الفرصة السانحة.

لقد جاءت الأزمة الأخيرة في المقام الأول؛ لأنّ المستثمرين أقبلوا إقبالاً شديداً على أمور جديدة معقدة وخطرة، وبكمّيات أكبر من ذي قبل. لقد أفرطوا في الاعتماد على الاستثمار بالاقتراض، ووضعوا أكثر ممّا يجب من رأس المال في استثمارات غير سائلة، لماذا فعلوا هذا؟ لأنّ المستثمرين أفرطوا في الاقتناع، ولم يهتموا كثيراً بغير ذلك، ما دفعهم إلى تحمّل مخاطر أكثر ممّا يجوز لهم أن يتحمّلوا؛ أي أنّهم صدّقوا أنّهم يعيشون في عالم قليل المخاطر...

إنّ القلق وأقاربه: قلّة الثقة والشك وكره المخاطرة، مكوّنات رئيسية في النظام المالي الآمن. يمنع القلق من إعطاء قروض ذات مخاطر، ويمنع الشركات من التورّط في قروض لا تستطيع خدمتها، ويمنع المحافظ الاستثمارية من أن تكون مفرطة التركيز، ويمنع المشاريع الاستثمارية التي لم تثبت صحتها، من التحوّل إلى حالات جنون شعبي أيضاً.

وعندما يتوافر القلق وكره المخاطر مثلما يجب؛ فإنّ المستثمرين سيطرحون أسئلة، ويتحرّون، ويتصرّفون على نحو حريص حذر. فإنّما الأيّدم أحد على استثمارات عالية المخاطر، أو أن يطالب من يقدمون عليها بالحصول على تعويضات كافية، من حيث العائدات المتوقّعة.

لكنّ السوق لن تقدّم هذه العلاوات الكافية مقابل المخاطر، إلّا عندما يتحلّى المستثمرون بالقدر الكافي من كره المخاطرة. أمّا عندما يصبح القلق عملة نادرة؛ فإنّ المقترضين المغامرين، والمشاريع الاستثمارية المشكوك فيها سيتمكّنون من الوصول السهل إلى رأس المال، وسيصبح النظام المالي في وضع خطير، وستدفع أموال كثيرة جدًّا نحو ما هو خطر وجديد، ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأصول، وانخفاض العائدات المتوقّعة، وتراجع الأمان والسلامة أيضًا. من المؤكّد أن قلّة من المشاركين كانوا يشعرون بالقدر الكافي من كره المخاطرة، في الأشهر والسنوات التي انتهت بالأزمة.

«المحك» 10 نوفمبر، 2009م

“Touchstones,” November 10, 2009



تأتي المخاطر الاستثمارية قبل كل شيء من الأسعار المفرطة الارتفاع، وتأتي هذه الأسعار غالبًا، من فرط التفاؤل وقلّة التشكّك والابتعاد عن المخاطرة. وأمّا العوامل الكامنة التي تشارك في ذلك، فيمكن أن تشمل انخفاض العائدات المتوقّعة على الاستثمارات الأكثر أمانًا، والأداء الجيّد في الآونة الأخيرة من جانب الاستثمارات ذات المخاطر، والتدفّقات القوية لرأس المال، وسهولة توافر القروض. يكمن مفتاح الأمر كله في فهم الأثر الذي تحدثه هذه الأمور.

إنّ عملية التفكير الاستثماري سلسلة يضع فيها كل استثمار، متطلبات الاستثمار التالي. وإليكم كيف قدّمت وصفًا لهذه العملية في عام 2004م:

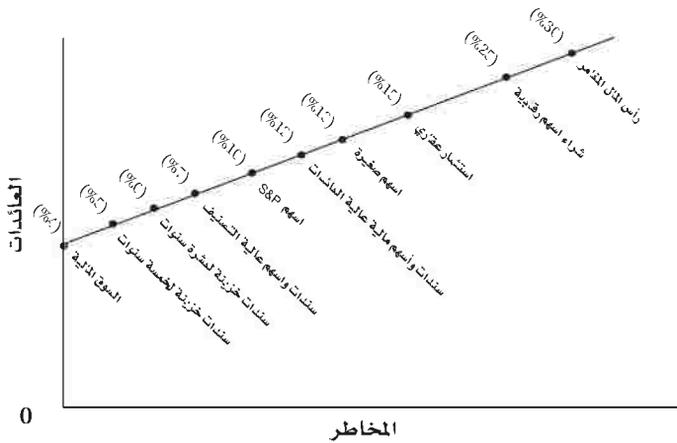
سأستخدم سوقًا «تقليدية» تعود لبضع سنوات خلت؛ من أجل توضيح كيف يحدث ذلك في الحياة الحقيقية: قد تكون أسعار الفائدة على سندات الخزينة لثلاثين يومًا 4%. وهكذا يقول المستثمرون: «إذا كنت سأضع المال في استثمار لخمس سنوات؛ فإنّني أريد 5%. وكي أشتري سندات لعشر سنوات يجب أن أحصل على 6%». يطلب المستثمرون نسبًا أعلى؛ كي يقبلوا بالأجل الأبعد، لأنهم يقلقون من المخاطرة في ما يخص القدرة الشرائية، وهي مخاطرة يفترض أنّها تزداد مع ازدياد زمن استحقاق السند. وهذا هو السبب الذي يجعل خط العائدات - وهو في الحقيقة جزء من خط سوق رأس المال - يميل عادة نحو الأعلى مع زيادة أجل الأصل الاستثماري.

فلننظر في المخاطر الإئتمانية الآن. «إذا كان سند الخزينة لأجل عشر سنوات يدّر 6%، فلن أشتري سهمًا لإحدى شركات الفئة الأولى أجله عشر سنوات، إلا إذا وُعدت بتحقيق 7%». يؤدي بنا هذا إلى

مفهوم الهوامش الإئتمانية. يريد مستثمرنا المفترض 100 نقطة أساس؛ كي ينتقل من السندات «الحكومية» إلى «الشركات». فإذا سار إجماع المستثمرين في الاتجاه نفسه، فهكذا سيكون الهامش. ماذا لو تركنا السندات الموثوقة استثمارياً؟ «لن أمدّ يدي إلى أي سند أو سهم ذي عائدات مرتفعة، إلا إذا حصلت على 600 مقابل سند خزينة له أجل الاستحقاق ذاته». وهكذا، فإنّ السندات ذات العائدات المرتفعة يجب أن تدر 12%، وذلك بزيادة 6% على سند الخزينة، هذا إذا أريد لها أن تجتذب المشتريين.

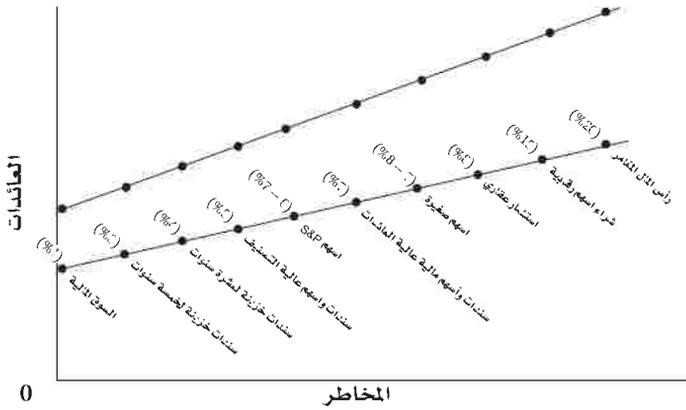
فلنترك الآن الاستثمارات ذات الدخل الثابت كلّها. تغدو الأمور أكثر صعوبة؛ لأنك لا تستطيع البحث في أي مكان من أجل العثور على عائدات متوقّعة على الاستثمارات على غرار عائدات الأسهم (وهذا لأنّ عائداتها مسألة توقّع، وليست «ثابتة»، إذا أردنا التعبير عن الأمر ببساطة). لكنّ المستثمرين يملكون حسّاً تجاه هذه الأمور. كانت أسهم "S&P" عادة، تعطي عائدات بنسبة 10%. ولن أشتريها إلا إذا رأيت أنّها ستستمر في فعل ذلك... وأمّا الأسهم الأكثر مخاطرة فيجب أن تعطيني أكثر؛ لن أشتري أسهم (ناسداك) إلا إذا توقّعت الحصول على 13%.

ومن هذه النقطة يسير الأمر إلى الأمام ونحو الأعلى. «إذا كنت أستطيع الحصول على 10% من الأسهم، فإنني أريد 15%؛ كي أقبل انعدام السيولة وحالة عدم اليقين اللتين ترتبطان بالاستثمار العقاري. وأريد 25% للاستثمار في شراء شركات كاملة؛ أي شراء أسهم رقابية في شركات. ولا بدّ من 30% كي أقتنع بالاستثمار في رأس المال المغامر نتيجة ما يرافقه من معدّل نجاح منخفض». هكذا يفترض أن تسير الأمور. وفي الواقع فإنّها تسير هكذا على ما أظن (على الرغم من أنّ المتطلّبات لا تكون على الشاكلة نفسها في كل مرّة). والنتيجة هي خط بياني لسوق رأس المال، على غرار الخط الذي صار مألوفاً لكثير منا. وهو الخط المبيّن في (الشكل 1.6).



(الشكل 1.6)

توجد مشكلة كبيرة اليوم بالنسبة إلى العائدات الاستثمارية، وهي نابعة من نقطة البدء في هذه العملية: معدّل العائدات على الاستثمارات عديمة المخاطر ليس 4%؛ إنّه أقرب إلى 1% فحسب... لا يزال المستثمرون عامّة، يريدون عائدات أكبر للقبول بمخاطر زمنية، لكن كون نقطة 1% هي نقطة البدء، يجعل من نسبة 4% نسبة مقبولة لاستثمار على أجل يمتد عشر سنوات (وليس 6%). وهم غير مستعدين للاستثمار في الأسهم؛ إلا إذا حصلوا على (6% - 7%). وقد لا تجعلهم نسبة أقل من 7% يقبلون بالاستثمار في السندات السيّئة. ويصبح على الاستثمار العقاري أن يدرّ 8% تقريباً. أمّا شراء أسهم رقابية في شركات كاملة، فلا بدّ له من أن يدرّ 15% كي يبدو جذاباً وهكذا دواليك... من هنا نرى، أن خط سوق رأس المال أصبح أكثر شبهاً بالخط المبيّن في (الشكل 2.6). وهو خط: (أ) أخفض من الخط الأول بكثير، (ب) وأقل ميلاً.



(الشكل 2.6)

يُفسّر انخفاض مستوى الخط كلّه بانخفاض أسعار الفائدة، وهي نقطة البدء التي تقابل أدنى نسبة مخاطرة. فبعد كل حساب، يتعيّن على كل استثمار أن يتنافس مع الاستثمارات الأخرى على رأس المال. أمّا هذه السنة، وبسبب انخفاض أسعار الفائدة؛ فإنّ النقطة الموافقة لكل استثمار أصبحت أخفض من أي شيء رأيته طيلة حياتي العملية.

لا يتميّز يومنا هذا بانخفاض خط سوق رأس المال من حيث العائدات فحسب، لكن بعدد العوامل التي تضافرت لجعله أقل ميلاً أيضاً. (هذا مهم لأنّ ميل الخط، أو مقدار زيادة العائدات المتوقّعة مقابل كل زيادة في المخاطر، يمثّل تحديداً كمياً لعلاوة المخاطرة أو لتعويض الخاطرة).

أولاً: تدافع المستثمرون إلى الابتعاد عن الاستثمارات ذات المخاطر المنخفضة والعائدات المنخفضة.

ثانياً: أصبحت الاستثمارات المرتفعة المخاطر مجزية إلى حد كبير، مدّة استمرت أكثر من 20 عاماً، وكان أداؤها جيّداً على نحو خاص في عام 2003م. من هنا، يشعر المستثمرون بجذب أكبر

إلى (أو بنفور أقل تجاه) الاستثمارات المرتفعة المخاطر، مقارنة مع ما يمكن أن تكون عليه الحال في أوضاع أخرى، ويطالبون بتعويض أقل عن المخاطرة؛ كي يقدموا على هذه الاستثمارات. ثالثاً: يرى المستثمرون أنّ المخاطرة محدودة تماماً اليوم.

وإذا أردنا استخدام كلمات «خبراء الكميات»، يمكن القول إنّ معدل الابتعاد عن المخاطر أصبح منخفضاً. بصورة تدلّ على تلك الكيمياء الفريدة الخاصة بنفسية المستثمرين، تحوّلت جملة: «لن أمد يدي إلى هذا الاستثمار بأيّ ثمن»، إلى «يبدو هذا الاستثمار جيّداً بالنسبة إليّ».

«المخاطر والعائدات اليوم» 27 أكتوبر، 2004م

“Risk and Return Today,” October 27, 2004

تؤدّي عملية «الاعتناء» هذه في آخر المطاف، إلى معدّلات أسعار/أرباح مرتفعة، وتضييق الهوامش الإئتمانية، وسلوك غير منضبط من جانب المستثمرين، وإقبال شديد على استخدام الأموال المقترضة، بالإضافة إلى طلب قوي على الأدوات الاستثمارية من الأصناف جميعها. وبما أنّ هذه الأمور ترفع الأسعار، وتقلّل العائدات المتوقّعة؛ فإنّها توجد بيئة مرتفعة المخاطر أيضاً.



المخاطرة أمر بالغ الأهميّة بالنسبة إلى المستثمرين، وهي عابرة وغير قابلة للقياس؛ ممّا يجعل التعرّف إليها في منتهى الصعوبة، خاصّة عندما تكون المشاعر مضطربة. لكنّ التعرّف إلى المخاطر أمر لا بدّ منه.

وفي الفقرة الآتية التي كتبها في يوليو 2007م، أسير بكم عبر عملية التقييم التي اعتدنا القيام بها في شركة (أوكتري)؛ لتقييم البيئة الاستثمارية، ومعرفة «مزاج المخاطرة» في ذلك الوقت. أمّا في فترات زمنية أخرى؛ فإنّ التفاصيل يمكن أن تختلف، لكنّي أمل أن يكون هذا المثال على طريقتنا في التفكير مثلاً مفيداً.

أين نقف الآن (أواسط 2007م)؟ برأيي لا يوجد غموض كبير في الأمر. أرى مستويات منخفضة من التشكّك، ومن الخوف والابتعاد عن المخاطرة. يرغب أكثر الناس في قبول الاستثمارات المرتفعة المخاطر، وذلك لأنّ العائدات التي تعد بها الاستثمارات التقليدية الآمنة تبدو ضئيلة. هذا صحيح على الرغم من أنّ قلّة الاهتمام بالاستثمارات الآمنة، وكثرة القبول بالاستثمارات المرتفعة المخاطر، أديا إلى جعل ميل خط المخاطرة/العائدات قليلاً جداً. أصبحت العلاوات الموعودة مقابل المخاطرة ضئيلة بصورة عامّة، إلى حدّ لم أره من قبل، لكنّ قلّة من الناس فقط، تستجيب إلى ذلك بأن ترفض قبول المخاطر المتزايدة...

جنحت الأسواق في الآونة الأخيرة إلى الارتفاع؛ اعتماداً على تطوّرات إيجابية، فتعافت سريعاً من الآثار السلبية. ولست أرى الآن، إلا القليل من الأصول التي يرغب الناس في التخلّص منها حقاً، وأرى القليل جداً من البائعين المرغمين على البيع. بدلاً من ذلك؛ فإنّ معظم الأصول تشهد إقبالاً قوياً. لذا، فإنّني لا أعلم أسواقاً واسعة يمكن عدّها غير مزدحمة، أو يمكن عدّها منخفضة الأسعار... هكذا هو الأمر. إنّنا نعيش في زمن التفاوض، وتسير الدورة الاقتصادية مرتفعة إلى الأعلى منذ مدّة. لقد ارتفعت الأسعار، وأصبحت تعويضات المخاطرة ضئيلة فعلاً. حلّت الثقة محل التشكّك، وحلّت اللهفة محل التحفّظ.

هل ترى ما أراه، أم ترى غير ذلك؟ هذا هو السؤال الرئيس. أجب عليه أولاً، وستصبح تبعات الاستثمار واضحة.

في الربع الأول من السنة، حدثت حالات مهمّة من التخلّف عن الدفع في ما يخص الرهونات الضعيفة. وفقد من تأثروا بذلك تأثراً مباشراً، قدرًا كبيراً من المال، وأصاب القلق من كانوا يراقبون ذلك، من انتقال العدوى إلى أجزاء أخرى من الاقتصاد وإلى أسواق أخرى. وفي ربع السنة الثاني، وصل الأثر إلى التزامات الديون المضمونة (CDOs)، وهي كيانات استثمارية مهيكلّة، كانت قد استثمرت في المحافظ الاستثمارية ذات الرهونات الضعيفة، وفي صناديق تحوطية اشترت ديون تلك الرهونات. وكان من هذه الصناديق صندوقان من صناديق (بير شتيرنز). وأمّا من اضطروا إلى تسهيل الأصول فقد أُجبروا - مثلما يحدث في الأوقات الصعبة - على بيع ما استطاعوا بيعه، وليس على بيع ما أرادوا بيعه. ولم يقتصر البيع على الأصول المرتبطة بالرهونات الضعيفة التي سبّبت المشكلات أصلاً. بدأنا نقرأ عن تراجع التصنيف، وعن حالات شراء هامشية وبيوعات اضطرابية؛ أي عن الوقود المعتاد في كل انهيار لسوق رأس المال. وفي الأسابيع القليلة الأخيرة، بدأنا نرى نكوص المستثمرين إزاء ارتفاع السوق، مع إعادة تسعير الإصدارات الجديدة من الديون المنخفضة التصنيف، إضافة إلى الإئتمان المؤجّل أو المسحوب، وهذا ما ترك الإئتمان قصير الأجل، من دون تموين.

عاش المستثمرون أوقات رخاء وتفاوض، طيلة أربع سنوات ونصف. لكنّ هذا لا يعني أن يظل الأمر على حاله. سأعطي وارن بوفيت الكلمة الأخيرة كما أفعل غالباً؛ «لن نكتشف أولئك الذين يسبحون عرابة، إلاّ عندما ينحسر المد». يجب أن يأخذ المغرقون في التفاوض عبرة من ذلك؛ لا يمكن للمد أن يستمرّ للأبد.

«كلّ شيء على ما يرام» 16 يوليو، 2007م

"It's All Good," July 16, 2007

أودّ أن أوكد على أنّ آية فكرة من الأفكار الواردة في مذكرتي هذه، التي كتبها في يوليو 2007م، وأي تحذير آخر من تحذيراتي، لا علاقة له بتوقّع المستقبل. كل ما لزمته معرفته خلال السنين التي سبقت الانهيار، كان قابلاً للإدراك من خلال وعي ما كان يجري في الوقت الحاضر.



إنَّ حقيقة المخاطرة أمر أقل بساطة ووضوحًا بكثير من مفهوم المخاطرة نفسه. يبالغ الناس كثيرًا في قدرتهم في التعرّف إلى المخاطر. وهم يقلّلون كثيرًا ممّا يلزمهم من أجل تجنبها. ومن هنا، فإنّهم يقبلون المخاطرة من دون أن يعرفوا ذلك. وبفعلهم هذا فإنّهم يسهمون في إيجادها أيضًا. وهذا يجعل استخدام تفكير المستوى الثاني غير المألوف في ما يخص هذا الموضوع، أساسيًا جدًّا.

تنشأ المخاطر عندما يؤدّي سلوك المستثمرين إلى تبييه السوق. يقدّم المستثمرون عروضهم على الأصول فيُسرّعون في الزمن الحاضر حدوث ما يتوقّعون أنه سيحدث في المستقبل. وبهذا فإنّهم يخفّضون العائدات المتوقّعة. ومع تحسن نفسيّتهم يصبحون أكثر جرأة وأقل قلقًا؛ فيكفّون عن المطالبة بتعويضات أو علاوات كافية مقابل المخاطرة. تكمن المفارقة الكبرى في حقيقة أنّ المكافأة التي يتلقّاها المستثمر مقابل الإقدام على استثمار مرتفع المخاطر، تنكمش مع زيادة الأشخاص الذين يقبلون ذلك. لذا، فإنّ السوق ليست الحلبة الساكنة التي يتحرّك فيها المستثمرون. إنّها تستجيب إلى حركتهم، وتشكّل بفعل سلوكهم نفسه. إنّ ثقّتهم المتزايدة تُنشئ المزيد ممّا يتعيّن عليهم القلق منه، تمامًا مثلما يؤدّي خوفهم المتزايد وابتعادهم عن المخاطرة، إلى زيادة التعويض الذي يتلقّاه المستثمر لقاء المخاطر، والتقليل في الوقت نفسه من مقدار المخاطرة الماثلة. إنّني أدعو هذا الأمر: «الحماقة غير المبرّرة للمخاطر».

«لن أشتري هذا بأي سعر... يعرف الجميع أنّ المخاطر كبيرة جدًّا». هذا كلام أسمع طيلة حياتي. وهو الأمر الذي أتاح المجال أمام الفرص الاستثمارية التي شاركت فيها...

والحقيقة هي أنّ «الفريق» مخطئ في ما يخص المخاطر، وهو - على الأقل - مخطئ في ما يخصّها بقدر ما هو مخطئ في الغالب فيما يخص العائدات. إنّ الإجماع الواسع على مخاطر أمر ما، يكاد يكون خطأ على الدوام. وتكون الحقيقة عكس ذلك عادة. إنّني مقتنع اقتناعًا ثابتًا، بأنّ مخاطر الاستثمار كامنّة حيث لا يتوقّع الناس وجودها تقريبًا، والعكس بالعكس:

- عندما يرى الجميع أنّ شيئًا مرتفع المخاطر؛ فإنّ عدم استعدادهم للشراء يخفّض سعر ذلك الشيء، إلى نقطة يصبح عندها منعدم الخطورة. ومن الممكن أن يؤدّي الرأي العام السلبي تجاه هذا الشيء، إلى جعله أقلّ الأمور مخاطرة؛ لأنّ سعره فقد كل ما يمكن أن يدعو إلى التناؤل؛ أي أنّه لا يمكن أن يهبط أكثر.

- بطبيعة الحال أيضًا، مثلما كان واضحًا في تجربة مستثمري الأسهم الممتازة، فإنّ اقتناع الجميع بأنّ شيئًا لا ينطوي على أيّة مخاطر، يجعلهم يقبلون عليه فيرتفع سعره إلى حدّ يجعل مخاطره هائلة. لا خوف من المخاطر! وهذا يعني عدم وجود أيّة مكافأة مقابل تحمل المخاطرة؛ أي

عدم وجود «علاوة مخاطرة». لن يطلب أحد هذه العلاوة، ولن يقدمها أحد أيضاً. هذا ما يجعل الشيء الذي يقدره الجميع تقديراً عالياً، أخطر الأمور على الإطلاق.

- هذه المفارقة موجودة؛ لأن أكثر المستثمرين يظنون أنّ الجودة بصفتها مقابلة للسعر، هي العامل الذي يحدّد إذا كان الشيء مرتفع المخاطر. لكنّ الأصول المرتفعة الجودة، يمكن أن تكون مرتفعة المخاطر أيضاً، والأصول المنخفضة الجودة يمكن أن تكون آمنة. المسألة محصورة في السعر المدفوع مقابل هذه الأصول، لا في أي شيء آخر... وهذا يعني أنّ الرأي العام الإيجابي في شيء ما، ليس سبباً لانخفاض عائداته المتوقعة فحسب، بل هو سبب لزيادة المخاطر المرتبطة به أيضاً.

«الكل يعرف» 26 أبريل، 2007م

“Everyone Knows,” April 26, 2007